



2020-03-16

公司点评报告

买入/首次覆盖

江化微(603078)

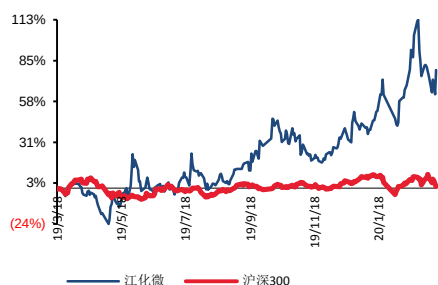
目标价: 59

昨收盘: 44.0

材料 材料 II

面板与半导体渗透加速，行业龙头不负韶华

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	109/62
总市值/流通(百万元)	4,805/2,739
12 个月最高/最低(元)	52.21/21.54

相关研究报告:

证券分析师: 王凌涛

电话: 021-58502206

E-MAIL: wanglt@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190519110001

联系人: 杨钟

电话: 021-58502206-8026

E-MAIL: yangzhong@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190120020005

事件: 江化微发布 2019 年年度报告显示, 2019 年实现营业收入 4.90 亿, 同比增长 27.82%; 实现归属于上市公司股东的净利润 0.35 亿, 同比下降 13.54%。

应用端: 面板行业收入快速提升, 半导体收入稳重有进。从年报披露的业务结构看, 显示面板类别领域的收入增长较为迅速, 营收增长接近 50%; 芯片领域虽然增长没有面板这么快, 但营收和毛利都有所成长, 符合我们之前的预判。面板行业近年来中国本土厂商成长迅速, 是继光伏、LED 之后, 又一中国企业掌握国际话语权的半导体行业分支, 而且是一个全球产值超千亿美元的巨大市场。从 LED 和光伏领域的经验来看, 未来国内试剂材料供给的占比上升空间仍然较大, 公司在这一领域的投入与准备必将“不负韶华”!

产品端: 超高纯试剂快速成长, 光刻胶配套试剂日臻完善。报告期内公司收入增长的原因之一在于其超高纯试剂的成长, 贡献收入 2.87 亿元, 较上年同期增加 19.28%。其中, 在面板领域, 蚀刻液产品在咸阳彩虹和成都熊猫实现大规模量产, 铜蚀刻液在京东方实现销售落地; 半导体领域, 超净高纯试剂在多家下游客户的销售额都实现了同比正向增长。

另一方面, 公司光刻胶配套试剂业务 2019 年实现收入 1.91 亿元, 同比上升 46.31%。其中面板领域, 公司在巩固天马、华星等核心客户的基础上, 积极开拓成都熊猫、咸阳彩虹等国内高世代面板客户, 并将剥离液成功导入成都熊猫 G8.6 产线, 实现国产替代。半导体领域, 公司显影液产品在 IC 封测(如长电先进)的领先优势也得到进一步加强。

国产化替代大势所趋, 品质优良不输日韩, 价廉降本大有可为。湿电子化学品是面板生产成本的重要组成部分, 但国内面板厂的化学品供应商以韩国为主, 国产化率较低。在现阶段面板行业竞争加剧的情况下, 控制成本已成为面板企业的重要诉求。相比于日韩系供应商, 本土电子化学品具有一定的价格优势, 可有效降低面板成本。历经贸易战, 为避免核心材料受制于人, 供应链国产化扶持已经成为各家厂商的当务之急,

公司电子化学试剂类产品对中电系、京东方、华星、天马等主流面板企业已有多年的供应基础, 随着供应品类与应用量的逐渐成长, 这一

领域可望成为持续稳定的增长源。在半导体芯片领域，江化微湿电子化学品的进阶路径亦与面板类似，公司自身的成长伴随着下游产业在全球行业地位的提升，前程似锦，“只争朝夕”。

三大基地共发力，有效辐射全国客户。由于电子化学品运输成本高昂，且为了更好的服务客户，公司积极投资新的生产基地，在长江工业带上下游形成江阴、镇江、四川三足鼎立之势，有效辐射位于全国各地的产业群并降低运输成本。在募投项目逐步投产后，公司产能规模将进一步扩大，并将进一步加强半导体 G4-G5 级产品生产能力。

盈利预测和投资评级：首次覆盖，给予买入评级。2019 年公司的稳健成长和诸多项目扩产的逐期落地，为将来的增速提升奠定了明确的基础：短期来看，公司在显示面板的加速渗透能见度非常明确；长期而言，半导体高纯试剂代表了湿电子化学品的最高水准，也是公司重要的进阶方向。预计公司 2020-2022 年实现净利润 0.60、0.78、1.15 亿元，当前市值对应 2019-2021 年 PE 分别为 80.53、61.37、41.70 倍，给予公司买入评级。

风险提示：

1) 疫情对 2020 年市场供需影响超出预期，导致下游产品增量不及预期；2) 新投产建设的项目产能爬坡与客户导入进度不及预期；3) 原材料价格受国际资本动荡影响出现预期外波动。

■ 盈利预测和财务指标：

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	490	634	857	1114
(+/-%)	27.60%	29.39%	35.17%	29.99%
净利润(百万元)	35	60	78	115
(+/-%)	(16.97%)	77.26%	32.08%	47.15%
摊薄每股收益(元)	0.32	0.55	0.72	1.06
市盈率(PE)	139.19	80.53	61.37	41.70

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)						利润表(百万)					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	261	346	437	256	442	营业收入	384	490	634	857	1,114
应收和预付款项	202	224	227	344	322	营业成本	266	343	440	610	795
存货	29	33	40	61	71	营业税金及附加	3	2	5	7	9
其他流动资产	2	2	2	2	2	销售费用	32	49	56	69	85
流动资产合计	494	604	705	663	836	管理费用	26	33	43	57	68
长期股权投资	0	0	0	0	0	财务费用	(2)	4	7	4	4
投资性房地产	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	(0)	0	0	0
固定资产	206	201	451	700	913	投资收益	3	0	0	0	0
在建工程	142	316	350	350	0	公允价值变动	0	0	0	0	0
无形资产	84	82	73	64	55	营业利润	44	36	69	91	133
长期待摊费用	0	0	0	0	0	其他非经营损益	0	(0)	0	0	0
其他非流动资产	83	146	125	126	139	利润总额	44	36	69	91	133
资产总计	1,009	1,350	1,704	1,902	1,944	所得税	5	3	10	14	20
短期借款	60	155	0	0	0	净利润	40	33	58	77	113
应付和预收款项	123	171	131	278	247	少数股东损益	(0)	(2)	(1)	(1)	(2)
长期借款	0	205	205	205	205	归母股东净利润	40	35	60	78	115
其他负债	56	29	28	32	35						
负债合计	239	560	364	515	488						
股本	84	109	125	125	125						
资本公积	351	324	823	823	823						
留存收益	335	357	394	442	513						
归母公司股东权益	770	790	1,342	1,390	1,461						
少数股东权益	(0)	(1)	(2)	(3)	(5)						
股东权益合计	770	790	1,340	1,387	1,456						
负债和股东权益	1,009	1,350	1,704	1,902	1,944						
现金流量表(百万)						预测指标					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营性现金流	73	44	92	203	246	毛利率	30.59%	30.08%	30.70%	28.82%	28.63%
投资性现金流	(4)	(198)	(330)	(350)	(12)	销售净利率	10.34%	6.71%	9.20%	8.99%	10.18%
融资性现金流	38	239	330	(34)	(48)	销售收入增长率	8.30%	27.82%	29.35%	35.10%	30.02%
现金增加额	107	85	92	(182)	186	EBIT 增长率	-32.76%	-7.53%	92.15%	24.96%	45.09%
						净利润增长率	-26.12%	-16.97%	77.26%	32.08%	47.15%
						ROE	0.05	0.04	0.04	0.06	0.08
						ROA	0.04	0.03	0.04	0.05	0.07
						ROIC	0.06	0.06	0.08	0.07	0.09
						EPS (X)	0.37	0.32	0.55	0.72	1.06
						PE (X)	120.35	139.19	80.53	61.37	41.70
						PB (X)	6.24	6.08	3.58	3.46	3.29
						PS (X)	12.52	9.80	7.57	5.61	4.31
						EV/EBITDA (X)	53.54	70.74	34.90	26.61	18.63

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。